

证券研究报告—动态报告/公司快评

汽车汽配

汽车

比亚迪 (002594)

重大事件快评

增持

(维持评级)

2020年07月14日

高端车型汉上市，品牌力持续向上

证券分析师：梁超

0755-22940097

liangchao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980515080001

证券分析师：何俊艺

0755-81981823

hejunyi@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519080001

事项：

比亚迪王朝系列全新旗舰车型——比亚迪汉近期于7月12日正式上市，全系共有4款车型，其中包括了3款纯电动EV车型（汉EV）与1款PHEV插电混合动力车型（汉DM）。

国信汽车核心观点：

公司近期推出的高端乘用车“汉”首次搭载刀片电池技术以及DiPilot智能辅助驾驶系统，整体产品竞争力较强。

刀片电池降低成本，改善散热效果：比亚迪的刀片电池是一种长电芯方案，在比亚迪原有的电芯尺寸基础上通过对电芯长度增长、厚度减薄的扁平化设计，最终长度通常大于0.6m，最长可达到2500mm（10倍于传统平台磷酸铁锂电池电芯）。采用比亚迪刀片电池技术后的PACK包内空间利用率可达到约62%，最高可达到80%，空间利用率可根据电芯布局形式分别达到55%、60%、62%、65%等，整体零部件数量减少40%。空间利用率的提升使得整体带电量增加20-30%。比亚迪刀片电池体积比能量密度提升约50%，降低成本约30%，散热效果改善。

首次搭载DiPilot智能辅助驾驶系统：该系统能够实现AEB自动紧急制动辅助系统、前向碰撞预警系统、自适应巡航、单车道集成式巡航、交通拥堵辅助、车道偏离预警系统、车道保持系统、盲区检测、自动泊车、全景影像、遥控驾驶等功能。同时部分驾驶辅助系统，例如BSD盲区监测、DOW开门预警、APA全场景自动泊车系统需要中高配才能配备。

汉EV的价格、续航里程在国内新能源车市场拥有竞争优势：比亚迪汉官方售价为23-28万元，相比国产Model 3的售价区间为29.9-41.98万以及小鹏P7的超长续航和四驱高性能版本，该价格区间的汉EV有优势。续航里程方面，汉EV超长续航版续航里程为550-605公里，国内竞品中仅小鹏P7、广汽AionLX、特斯拉Model 3等少量车型达到600公里以上续航。

公司作为新能源汽车行业龙头企业，在电动化大趋势下具备较大发展机遇。新一代产品“汉”的上市实现了产品力向上的进一步突破，后期随着电池、电子等相关优质资产拆分上市以及外供，有望打开全新成长空间。我们预计公司20/21/22年营收分别为1217.43/1475.64/1702.04亿，净利润分别为21.18/45.51/53.70亿（此前我们报告对于19/20/21年的净利润预测为28.26/37.15/47.13亿，下调20年利润主要由于疫情影响公司各块业务的出货量及毛利率，上调21年利润主要由于公司推出汉等盈利能力较好的高端新能源车型）。EPS分别为0.78/1.67/1.97元（原20/21年EPS分别为1.36/1.73元），维持“增持”评级。

评论：

■ 车型介绍：对标特斯拉MODEL 3，“刀片电池”与DiPilot智能辅助系统加持

汉 EV 同时首次搭载全新碳酸铁锂“刀片电池”和 DiPilot 智能辅助驾驶系统，从价格层面向高端电动车挺进，配置上对标 Model 3 和小鹏 P7。

尺寸层面：车身尺寸上长宽高 4980*1910*1495mm，轴距为 2920mm，而汉 DM 仅仅在长度上比汉 EV 短了 20mm，其余均是一样。超过 1.9 米的车身宽度、1.495 米低矮的车身配上扁平化的设计，使得汉 EV 的运动感和现代感较强。

外观层面：汉 EV 使用了比亚迪王朝家族全新的造型设计，采用了简洁、明了的车身线条，整体看上去优雅、大气。与其余王朝车型不同，汉的前机舱盖起始于比以往更低的位置，汉 EV 上半部采用了封闭式格栅设计，而汉 DM 则采用了宽大的进气格栅设计，整体看上去更加的大气。车辆的前风挡专门配备了双银 Low-E 镀层玻璃，既能保证透光率，又能隔绝辐射，减少车内外的热量交换。车身侧面，汉 EV 采用溜背式设计，加上水滴形后视镜、隐藏式门把手设计，进一步降低了风阻。新车尾部，比亚迪汉采用了贯穿式尾灯，也在一定程度上提升了新车的层次感。比亚迪汉的风阻系数仅为 0.233，说明比亚迪在车身设计以及工程制造技术层面上，已经具备世界领先的技术水准。

图 1：汉 EV 外观（前）



资料来源：凤凰网汽车，国信证券经济研究所整理

图 2：汉 EV 外观（侧）



资料来源：凤凰网汽车，国信证券经济研究所整理

内饰层面：

第一，全液晶仪表盘搭配上 15.6 英寸自适应可旋转中控屏幕；全液晶仪表盘显示信息丰富，拓展功能较多，并有简介、经典和运动三种主题，并匹配上新发布的 DiLink 3.0 UI 设计。中控屏幕具备较高的分辨率和触控反应速度。

第二，座椅方面，环抱式的座舱设计加上大量真皮材质包裹，保证了整车的质感；全系车型前排都具备电动主/副驾驶座椅、一键启动和前排座椅加热与通风（仅驾驶位）等功能，后排都配备有老板键、出风口和 USB 接口等，高配车型还将增加副驾驶座椅通风、主驾驶电动记忆与真皮座椅，以及后排靠背角度电动调节、后排座椅加热加通风功能。

第三，在科技感方面，配置 DiLink 3.0 智能网联系统；全系车型标配了真皮多功能方向盘、手机 NFC 钥匙、无线充电、四门车窗一键升降等，并加上 DiLink 3.0 智能网联系统，进一步增强了人车交互体验。

图 3：汉 EV 内饰（前）



图 4：汉 EV 内饰（后）



资料来源：凤凰网汽车，国信证券经济研究所整理

资料来源：凤凰网汽车，国信证券经济研究所整理

配置层面：

首次搭载了全新碳酸铁锂“刀片电池”

比亚迪的刀片电池是一种长电芯方案，在比亚迪原有的电芯尺寸基础上通过对电芯长度增长、厚度减薄的扁长化设计，最终长度通常大于 0.6m，最长可达到 2500mm（10 倍于传统平台磷酸铁锂电池电芯）。再通过阵列的方式排布在一起，就像“刀片”一样插入到电池包里面。相比比亚迪此前的磷酸铁锂电池，“刀片电池”可实现电芯直接装配成 PACK 的无模组化装配，从而大幅度提升集成效率。另外，刀片电池电芯可基于不同需求形成不同尺寸的系列电芯。比亚迪刀片电池体积比能量密度提升约 50%，降低成本约 30%，散热效果改善；

基于比亚迪的刀片电池技术方案，在电池包总体积一致的情况下，减少了电池 PACK 包结构中各模组的侧板、端板、紧固件、横梁、纵梁等零部件组件，整体 PACK 包内空间利用率约在 40%左右，而采用比亚迪刀片电池技术后的 PACK 包内空间利用率可达到约 62%，最高可达到 80%，空间利用率可根据电芯布局形式分别达到 55%、60%、62%、65%等，整体零部件数量减少 40%。空间利用率的提升使得整体带电量增加 20-30%。由于空间改善和零部件数量减少，比亚迪刀片电池的优势主要体现在以下几个方面：

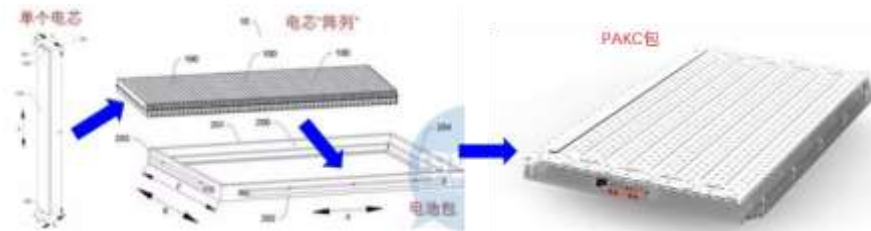
第一，对于体积比能量密度层面：比亚迪刀片电池技术可使得普通电池包体积比能量密度从 251Wh/L 提升至 332Wh/L，显著提升 32.27%；

第二，对于能量比密度层面，刀片电池提升至 180Wh/kg，相比此前提升大约 9%；

第三，同时由于单体电池本身可承担机械加强作用，使得电池包的制造工艺简单，对于物料和人工成本均可下降，预计整体成本降低 30%；

第四，由于刀片电池表面积更大，因此散热性也得到显著改善。

图 1：比亚迪刀片电池结构示意图



资料来源：比亚迪刀片电池专利，电车汇，国信证券经济研究所整理

表 1：比亚迪不同型号刀片电池电芯

	电芯 1	电芯 2	电芯 3	电芯 4	电芯 5
尺寸 mm	435/118/13.5	905/118/13.5	1280/118/13.5	2000/118/13.5	2500/118/13.5
容量 Ah	95	202	286	448	561
电压 V	3.2				
能量	304	646.4	915.2	1434	1795
能量密度 Wh/L	439	448	449	450	450

资料来源：比亚迪刀片电池专利，电车汇，国信证券经济研究所整理

对标宁德时代的 CTP 与比亚迪的刀片电池，我们认为差异点主要体现在以下几个方面：

第一，从结构性创新性来讲，我们认为比亚迪的刀片电池更具有创新性；比亚迪的刀片电池结构完全取消了模组结构，而宁德时代的 CTP 技术仍然保留模组结构，只是采用大模组结构来减少模组数量。两者均通过提升空间利用率

以及减少零部件数量达到提升体积能量密度或重量能量密度的效果。比亚迪刀片电池提升至 180Wh/kg（电芯为磷酸铁锂），宁德时代提升至 200Wh/kg（电芯为三元锂），能量密度角度来看宁德时代高出比亚迪刀片电池约 10%。但从成本角度来看，据中国化学与物理电源行业协会数据显示，2019 年磷酸铁锂电池电芯的市场报价已降至 0.7 元/Wh 以下，三元电池电芯的报价在 0.9 元/Wh 左右，磷酸铁锂的单体电芯成本比三元锂单体电芯成本低约 22%，因此综合性能与成本以及稳定性角度来看，目前比亚迪的单片电池更加具备优势；

表 2：不同电池能量密度对比

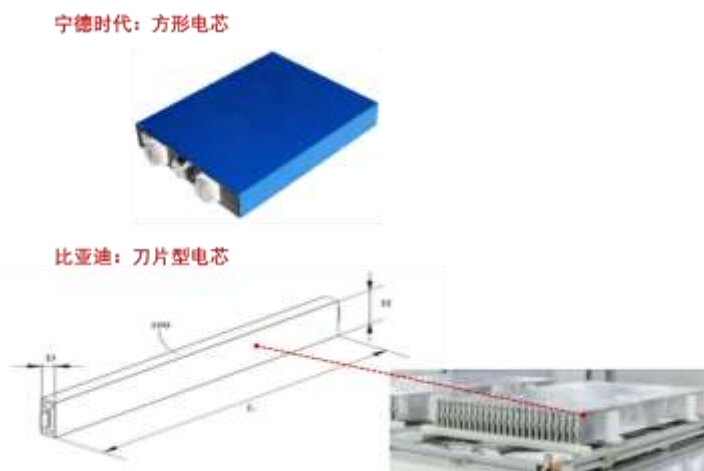
电池类型	重量比能量密度 (Wh/kg)	体积比能量密度 (Wh/L)
普通磷酸铁锂电池包	80-100	180-230
NCM523 电池包	110-150	250-380
NCM811 电池包	170-180	410-440
比亚迪刀片电池包	180Wh/kg	439-450
宁德时代 CTP 电池包	>200	暂无

资料来源:黑电, 国信证券经济研究所整理

第二，两者在电芯材料、结构、制造工艺上均有较大差异；

材料层面，比亚迪的单片电池装配工艺目前主要是基于磷酸铁锂单体电芯，宁德时代的 CTP 技术主要基于目前主流的三元材料 NCM532 单体电芯。结构层面，宁德时代的电芯仍然采用方形电芯，而比亚迪的电芯采用扁平化的“刀片”电芯。制造工艺层面，刀片电池电芯采用的是叠片工艺，而宁德时代 CTP 电芯采用的是卷绕式工艺。通常而言，磷酸铁锂比三元锂材料在安全性、稳定性层面更加有优势，而叠片工艺在安全性，能量密度、工艺控制层面比卷绕式更加具备优势，但方形比刀片型在结构稳定性层面更有优势。我们认为主要是比亚迪在单体电芯的材料和制造工艺层面稳定性更佳，因此在结构层面能够选择更加激进的无模组结构的单体电芯结构。

图 2：宁德时代 CTP 的方向电芯与比亚迪刀片电池的刀片型电芯结构对比



资料来源:宁德时代, 比亚迪, 国信证券经济研究所整理

第三，从售后角度来看保留一定的模组结构有利于降低维修成本；由于 CTP 装配供给对单体电芯一致性的要求更高，单体电芯由于充放电膨胀造成的形变和散热性能变差会直接影响模组或是整个 PACK。取消了模组意味着取消了电芯发生热失控后在模组级别的防护，而后期若单个电芯发生故障则会涉及整个 PACK，从维修角度来看不像之前只需更换其中某一个模组，而需要更换整个 PACK 或者大模组，因此从售后维修角度来看，我们预计比亚迪的单片电池的维修成本高于宁德时代的 CTP 技术。

自动驾驶方面，DiPilot 智能辅助驾驶系统首次搭载在比亚迪的车型上。

系统自动辅助驾驶硬件组合由 3 个毫米波雷达（前一后二）、1 个单目摄像头、12 个超声波雷达、4 个环视摄像头组

成。该系统能够实现 AEB 自动紧急制动辅助系统、前向碰撞预警系统、自适应巡航、单车道集成式巡航、交通拥堵辅助、车道偏离预警系统、车道保持系统、盲区检测、自动泊车、全景影像、遥控驾驶等功能。同时部分驾驶辅助系统，例如 BSD 盲区监测、DOW 开门预警、APA 全场景自动泊车系统需要中高配才能配备。

在安全和智能科技层面，比亚迪汉搭载着多种模式，比如超生化模式、快递到家模式、超级营地模式等。超生化模式：就是空调拥有 CN95 的过滤能力和负离子吸附能力，有效净化车内空气；超级营地模式：车辆向外放电模式；快递到家模式：远程控制车内后备箱；千里眼模式：通过车内外摄像头观察车辆情况；DiPilot 驾驶模式：可用车钥匙遥控车辆；远程高温消毒杀菌模式：通过手机 APP 可将车内空调温度调至最高。

动力与续航：最大续航达到 605km，最大功率达到 163kW

EV 两款超长续航车型配备系统综合最大功率 163kW，峰值扭矩 330N·m 的单电机，百公里加速时间 7.9 秒，而四驱性能版车型还加入了综合最大功率 363kW、峰值扭矩 350N·m 的后电机，百公里加速时间 3.9 秒。三款 EV 车型都将匹配容量为 76.9kWh 的磷酸铁锂刀片电池，其中超长续航车型的 NEDC 续航里程为 605 公里，而性能版车型 NEDC 续航里程为 550 公里。而 DM 车型配备了由 2.0T 涡轮增压发动机与单电机共同组成的插电式混合动力系统，系统综合最大功率 321kW，峰值扭矩 650N·m，百公里加速时间 4.7 秒，匹配容量为 15.2kWh 的三元锂电池，纯电模式下的续航里程为 81 公里。

表 1：比亚迪汉不同车型参数配置

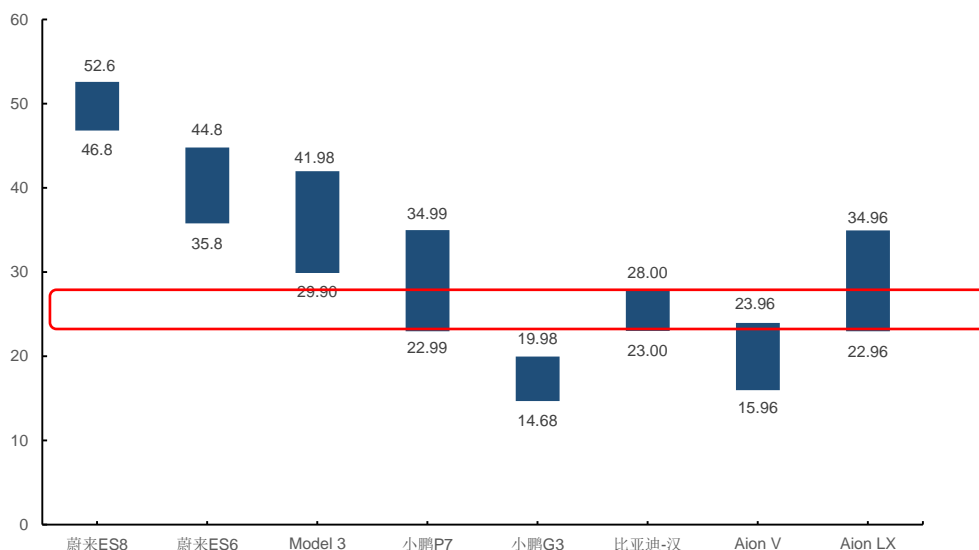
类型	汉 EV			汉 DM
	汉 EV 超长续航版豪华型	汉 EV 超长续航版尊贵型	汉 EV 四驱高性能版旗舰型	汉 DM 四驱性能版豪华型
长宽高	4980*1910*1495			4960*1910*1495
轴距 (mm)	2920			
轮胎规格	245/45 R19			
纯电续航里程 (km)	605		550	81
电池能量(kWh)	76.9			15.2
电池类型	刀片电池			三元锂电池
驱动结构	两驱		四驱	
系统综合最大功率 (kW)	162		363	321
系统综合最大扭矩 (N·m)	330		680	650
百公里加速时间 (s)	7.9		3.9	4.7
驾驶辅助系统	DiPilot 智能辅助驾驶系统			
智能网联系统	DiLink 3.0			
前悬架类型	麦弗逊式独立悬架			
后悬架类型	多连杆式独立悬架			
补贴后售价 (万)	24	26	28	23
预计交付时间 (2020 年)	7 月			

资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

■ 比亚迪-汉各版本多方面竞争优势明显，超长续航或将成为特斯拉、小鹏 P7 最强对手

价格具备竞争优势。国内市场上，比亚迪汉官方售价为 23-28 万元，总体处于造车新势力产品价格区间的中部。纯电动车中，汉 EV 超长续航版豪华型、汉 EV 超长续航版尊贵型和汉 EV 四驱高性能版旗舰型的价格分别为 24 万、26 万和 28 万，高于小鹏 G3 (14.68 万元)、Aion V (15.96 万元)、小鹏 P7 (22.99 万元) 的最低售价，低于 Model 3 (29.9 万元) 和蔚来 ES6 (35.8 万元) 的最低售价等。相比国产 Model 3 的售价区间为 29.9-41.98 万以及小鹏 P7 四驱高性能版本，该价格区间的汉 EV 有优势。

图 6: 比亚迪-汉与国内可比新能源车型补贴后价格区间 (单位: 万元人民币)



资料来源: 汽车之家, 国信证券经济研究所整理 (注: 价格取补贴后售价, 国产 Model 3 高性能版取补贴前价格)

超长续航或将成为小鹏 P7 最强对手。

从具体车型来看, 汉 EV 有三个版本, NEDC 续航里程区间为 550km-605km, 满足大多数消费者的一般需求。国内目前续航里程 600 公里以上的车型有 Model 3 长续航版、广汽 Aion LX 2019 款 80 系列、小鹏 P7 超长续航版和高性能版。续航最长的是小鹏 P7 超长续航智行版, 达到 706km, 是目前国内续航最长的电动车, 领先于 Model 3 长续航后续版的 668km 和汉 EV 超长续航的 605km。但是小鹏 P7 超长续航智行版在安全配置上有所缺失, 没有中高端车应该搭载的并线辅助、车道偏离预警系统、车道保持辅助系统、主动安全系统等。所以, 汉 EV 主要对标的是 P7 长续航以及超长续航的智享、至尊版本。

小鹏 P7 长续航版 (智享) 的续航里程为 586km, 价格为 24.99 万, 在续航里程低于汉 EV 超长续航版豪华型的情况下, 价格还贵出将近一万。而小鹏 P7 超长续航版 (智享) 的续航里程为 670km, 高于汉 EV 超长续航版豪华型 65km, 价格也贵了 2.69 万元。综合价格和续航里程两方面考虑, 汉 EV 将成为小鹏 P7 国内最强对手。

表 2: 比亚迪-汉与小鹏 P7、广汽 AionLX 对比

	比亚迪-汉				小鹏 P7			广汽 Aion LX
	汉 EV 超长续航版豪华型	汉 EV 超长续航版尊贵型	汉 EV 四驱高性能版旗舰型	汉 DM 四驱性能版豪华型	小鹏 P7 长续航版 (智享)	小鹏 P7 超长续航版 (智享、智尊)	小鹏 P7 四驱高性能版	Aion LX80 系列
售价 (万元)	24.0	26.0	28.0	23.0	24.99	26.69	33.99	29.96
续航里程 (km)	605	605	550	81	586	670	562	650

资料来源: 汽车之家, 国信证券经济研究所整理

汉 EV 相比国内新能源车型竞争优势明显。续航里程方面, 汉 EV 超长续航版续航里程为 550-605 公里, 国内竞品中仅小鹏 P7、广汽 AionLX、特斯拉 Model3 等少量车型达到 600 公里以上续航; 百公里加速度方面, 汉 EV 三款车型的提速区间为 3.9-7.9s, 相比特斯拉 Model3 的 3.4-5.6s 略有不足, 与小鹏 P7 的 4.3-6.7s 难分伯仲, 但明显优于 Aion S、MARVEL X 等车型; 自动驾驶方面, 汉 EV 实现了 DiPilot L2 级别自动驾驶系统, 而小鹏 P7 已实现 XPiLOT 2.5+/3.0, 国内竞品中蔚来 ES8、ES6、AIONS 等车型普遍搭载 L2 级别自动驾驶系统, Model3 三款车型均为 L2.5/FSD 级别自动驾驶, 汉 EV 具备较强竞争力和路试经验。

表 3: 国产 Model3 系列车型与国内主流新能源车型参数对比

	小鹏 P7 长续航版	小鹏 P7 超长续航版	小鹏 P7 高性能版	Model 3 标准续航升级版	Model 3 长续航版	Model 3 高性能版	汉 EV 超长续航版豪华型	汉 EV 超长续航版尊贵型	汉 EV 四驱高性能版旗舰型
厂商指导价	22.99-25.99	25.49-27.69	33.29-34.99	29.9 (补贴后)	33.9 (补贴后)	41.9 (补贴前)	24.0	26.0	28.0
车身级别	4 门 / 5 座 / 三厢	4 门 / 5 座 / 三厢	4 门 / 5 座 / 三厢	4 门 / 5 座 / 中型 / 三厢	4 门 / 5 座 / 中型 / 三厢	4 门 / 5 座 / 中型 / 三厢	4 门 / 5 座 / 中型车 / 三厢	4 门 / 5 座 / 中型车 / 三厢	4 门 / 5 座 / 中型车 / 三厢
轴距(mm)	2998	2998	2998	2875	2875	2875	2920	2920	2920
车轮尺寸	18	18	19	18	18	19	19	19	19
驱动结构	后置后驱	后置后驱	双电机四驱	后置后驱	后置后驱	双电机四驱 / 电动四驱	电动两驱	电动两驱	电动四驱
电动机总功率 (kW)	196	196	316	202	202	340	163	363	321
电动机总扭矩 (N·m)	390	390	655	375	404	639	330	680	650
电池支持最高续航里程(km)	586	670-706	562	445	668	635	605	605	550
电池能量(kWh)	70.8	80.9	80.9	50	75	75	76.9	76.9	76.9
百公里加速	6.7	6.7	4.3	5.6	5.3	3.4	7.9	7.9	3.9
自动驾驶	XPILOT 2.5+/3.0	XPILOT 2.5+/3.0	XPILOT 2.5+/3.0	L2.5/FSD	L2.5/FSD	L2.5/FSD	L2/DiPilot	L2/DiPilot	L2/DiPilot

资料来源: 汽车之家, 国信证券经济研究所整理

■ 风险提示

第一, 面对来自于特斯拉、小鹏等竞争对手的降价压力;

第二, 单品电池首次搭载量产, 后续性能尚待验证;

第三, 新能源行业复苏不及预期。

■ 投资建议: 电动化大势所趋, 国内龙头产品持续向上突破

公司作为新能源汽车行业龙头企业, 在电动化大趋势下具备较大发展机遇。新一代产品“汉”的上市实现了产品力向上的进一步突破, 后期随着电池, 电子等相关优质资产拆分上市以及外供, 有望打开全新成长空间。我们预计公司 20/21/22 年营收分别为 1217.43/1475.64/1702.04 亿, 净利润分别为 21.18/45.51/53.70 亿 (此前我们报告对于 19/20/21 年的净利润预测为 28.26/37.15/47.13 亿, 下调 20 年利润主要由于疫情影响公司各块业务的出货量及毛利率, 上调 21 年利润主要由于公司推出汉等盈利能力较好的高端新能源车型)。EPS 分别为 0.78/1.67/1.97 元 (原 20/21 年 EPS 分别为 1.36/1.73 元), 维持“增持”评级。

表 3: 分业务营收毛利拆分

报告期	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
汽车						
收入	566.24	760.07	632.66	506.13	657.97	756.66
增速		34%	-17%	-20%	30%	15%
成本	428.60	609.72	494.20	636.78	676.26	701.85
毛利	137.64	150.35	138.45	133.71	142.40	148.21
毛利率(%)	24.31%	19.78%	21.88%	14.00%	20.00%	24.00%
手机部件及组件						
收入	404.73	422.30	533.80	587.18	675.26	776.55
增速		4%	26%	10%	15%	15%
成本	351.76	369.12	483.87	557.82	621.24	698.89
毛利	52.97	53.18	49.93	29.36	54.02	77.65
毛利率(%)	13.09%	12.59%	9.35%	5.00%	8.00%	10.00%
二次充电电池						
收入	87.67	89.50	105.06	117.67	135.32	161.03
增速		2.09%	17.39%	12.00%	15.00%	19.00%
成本	76.96	81.03	85.48	103.55	110.28	130.43
毛利	10.70	8.47	19.57	14.12	25.03	30.60

毛利率(%)	12.21%	9.46%	18.63%	12.00%	18.50%	19.00%
其他主营业务						
收入	0.51	28.98	5.87	6.46	7.10	7.81
增速		5636.30%	-79.74%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	0.43	27.39	5.69	6.26	6.89	7.58
毛利	0.07	1.29	0.18	0.19	0.21	0.23
毛利率(%)	14.38%	4.49%	3.09%	3.00%	3.00%	3.00%
合计						
收入	1,059.15	1,300.85	1,277.39	1,217.43	1,475.65	1,702.05
增速		22.82%	-1.80%	-4.69%	21.21%	15.34%
成本	857.75	1,087.26	1,069.24	1,304.41	1,414.67	1,538.75
毛利	201.39	213.29	208.14	177.38	221.66	256.69
毛利率(%)	19.01%	16.40%	16.29%	14.57%	15.02%	15.08%
成本/收入	80.99%	83.60%	83.71%	85.43%	84.98%	84.92%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所测算

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	12650	14103	14103	14103
应收款项	45495	46696	56600	65284
存货净额	25572	24013	28840	33140
其他流动资产	22155	20696	25086	28935
流动资产合计	106967	107008	126128	142961
固定资产	60118	77286	94786	112694
无形资产及其他	12650	12145	11640	11135
投资性房地产	11846	11846	11846	11846
长期股权投资	4060	4560	5060	5560
资产总计	195642	212845	249461	284197
短期借款及交易性金融负债	49080	54135	78532	102757
应付款项	36168	49118	58991	67786
其他流动负债	22781	22706	26825	30653
流动负债合计	108029	125958	164348	201196
长期借款及应付债券	21916	21916	21916	21916
其他长期负债	3095	3295	3495	3695
长期负债合计	25011	25211	25411	25611
负债合计	133040	151169	189759	226807
少数股东权益	5839	5973	6274	6647
股东权益	56762	55703	53428	50743
负债和股东权益总计	195642	212845	249461	284197

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.59	0.78	1.67	1.97
每股红利	1.61	1.16	2.50	2.95
每股净资产	20.81	20.42	19.58	18.60
ROIC	9%	5%	7%	8%
ROE	3%	4%	9%	11%
毛利率	16%	15%	15%	15%
EBIT Margin	8%	6%	8%	9%
EBITDA Margin	16%	11%	13%	14%
收入增长	-2%	-5%	21%	15%
净利润增长率	-42%	31%	115%	18%
资产负债率	71%	74%	79%	82%
息率	1.6%	1.2%	2.6%	3.0%
P/E	165.4	126.1	58.7	49.7
P/B	4.7	4.8	5.0	5.3
EV/EBITDA	19.7	30.7	23.0	20.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	127739	121743	147564	170204
营业成本	106924	104005	125398	144535
营业税金及附加	1561	1522	1845	2128
销售费用	4346	4870	5017	5106
管理费用	4141	4158	3605	3910
财务费用	3014	3445	4257	5837
投资收益	(809)	(809)	(809)	(809)
资产减值及公允价值变动	169	169	169	169
其他收入	(4800)	0	0	0
营业利润	2312	3103	6803	8048
营业外净收支	119	119	119	119
利润总额	2431	3222	6922	8167
所得税费用	312	435	934	1102
少数股东损益	504	668	1436	1694
归属于母公司净利润	1614	2118	4551	5370

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1614	2118	4551	5370
资产减值准备	(527)	74	46	53
折旧摊销	9584	6433	8128	9713
公允价值变动损失	(169)	(169)	(169)	(169)
财务费用	3014	3445	4257	5837
营运资本变动	(7681)	14965	(4882)	(3956)
其它	(339)	59	255	319
经营活动现金流	2481	23481	7930	11331
资本开支	(14504)	(23001)	(25001)	(27001)
其它投资现金流	1636	(405)	0	0
投资活动现金流	(13367)	(23906)	(25501)	(27501)
权益性融资	2	0	0	0
负债净变化	5100	0	0	0
支付股利、利息	(4389)	(3178)	(6827)	(8055)
其它融资现金流	9059	5055	24398	24224
融资活动现金流	10484	1877	17571	16170
现金净变动	(402)	1452	0	0
货币资金的期初余额	13052	12650	14103	14103
货币资金的期末余额	12650	14103	14103	14103
企业自由现金流	(3218)	4615	(11635)	(8679)
权益自由现金流	10942	6690	9081	10496

相关研究报告

《比亚迪-002594-2019 半年报点评：中报符合预期，新品投放保障持续增长》 ——2019-08-22

《比亚迪-002594-锐意进取、“王朝”降临》 ——2019-05-15

《比亚迪-002594-2018 年报点评：业绩符合预期，龙头地位稳固》 ——2019-03-28

《比亚迪-002594-转型中的新能源领域先行者》 ——2011-06-29

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032